Quand l'investissement va, tout va…

Et quand il ne va pas ?

Ludovic Subran
Chef Economiste du Groupe Euler Hermes
Nicolas Delzant
Président du Directoire d'Euler Hermes France

Paris - 1er octobre 2013

EULER HERMES
Our knowledge serving your success

Sommaire

1 **2014 : essai transformé ?**

2 Investissement - mode d'emploi 1 : la version mécanique, vers une croissance léthargique

Focus : défaillances d'entreprises

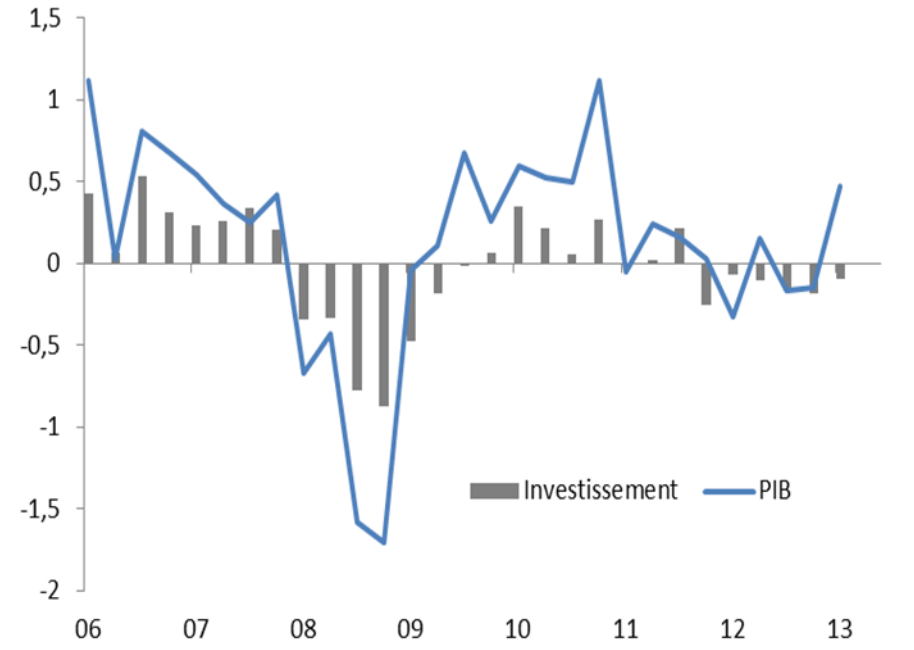
3 Investissement - mode d'emploi 2 : la fragile mise en œuvre d'un cercle vertueux

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Préambule : la bonne surprise de l'été !

La croissance économique a enregistré un net rebond (+0,5% t/t) au deuxième trimestre 2013, après deux trimestres en repli (-0,2% t/t au T4, puis -0,1% t/t au T1 après révision)

Croissance du PIB (t/t %) et contribution de l'investissement à la croissance



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

- Un niveau de PIB trimestriel toujours en dessous de son pic du T3 2008, mais de retour à celui de l'hiver 2011-2012
- Un glissement annuel à nouveau positif, à un plus haut depuis un an (+0,4%), et un cumul 4T qui se rapproche du vert (-0,1% en fin de T2)
- Un coup de booster sur les acquis de croissance 2013 (0,1) et 2014 (0,1)
- *Vraie* reprise ?... Pas forcément, ou pas encore en tout cas au regard du détail des composantes et en particulier l'investissement !

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

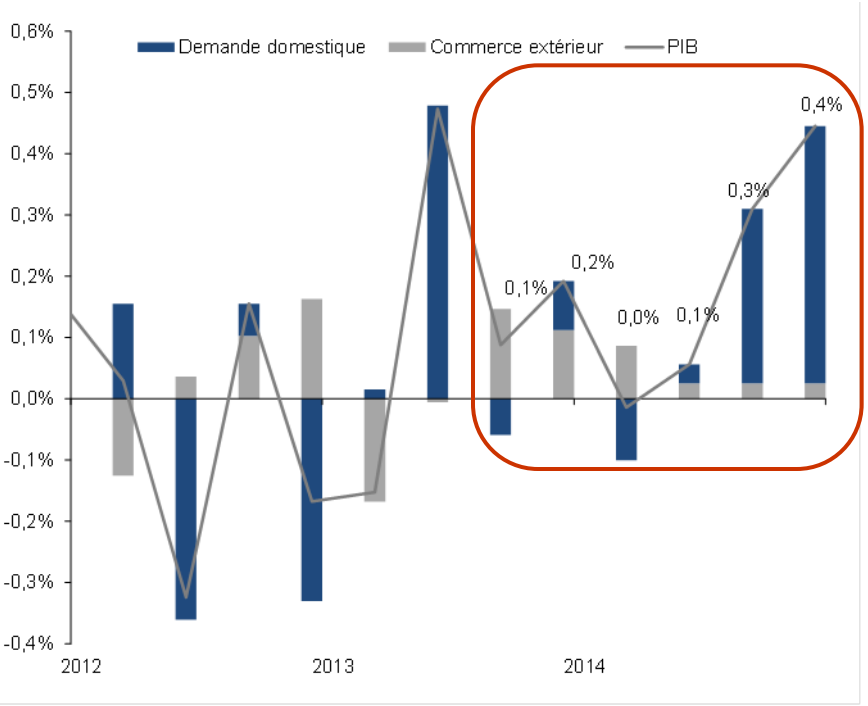
Notre scénario central : une croissance léthargique, liée à la simple reprise mécanique de l'investissement

France	poids	2011	2012	2013	2014
PIB	100%	**2,0**	**0,0**	**0,2**	**0,6**
Consommation privée	58%	**0,5**	**-0,3**	**0,3**	**0,4**
Consommation publique	25%	**0,4**	**1,4**	**1,2**	**0,2**
Investissement	19%	**3,0**	**-1,2**	**-2,4**	**0,2**
Entreprises		4,1	-1,9	-2,2	0,4
Ménages		2,3	-0,4	-3,9	-0,5
Public		0,3	-0,6	-1,3	0,3
Autres		3,0	1,7	0,0	0,4
Stocks *	0%	**1,1**	**-0,8**	**0,0**	**0,0**
Exportations	28%	**5,6**	**2,5**	**1,0**	**1,9**
Importations	29%	**5,3**	**-0,9**	**0,6**	**0,9**
Solde commercial *	-1%	**0,0**	**1,0**	**0,1**	**0,3**
Balance courante **		**-35**	**-44**	**-35**	**-33**
Balance courante (% de PIB)		*-1,7*	*-2,2*	*-1,7*	*-1,6*
Balance commerciale		**-76**	**-71**	**-70**	**-67**
Balance commerciale (% de PIB)		*-3,8*	*-3,5*	*-3,4*	*-3,2*
Emploi		**0,8**	**-0,2**	**-0,5**	**0,4**
Taux de chômage		**9,6**	**10,3**	**10,9**	**10,7**
Salaires		**2,7**	**0,9**	**1,0**	**1,6**
Inflation		**2,1**	**2,0**	**1,2**	**1,6**
Solde budgétaire **		-103	-96	-83	-80
Solde budgétaire (% de PIB)		**-5,1**	**-4,8**	**-4,1**	**-3,8**
Dette publique (% de PIB)		**86,0**	**90,3**	**92,8**	**94,0**
PIB nominal		2000	2032	2070	2109

En glissement annuel, sauf mention contraire. * contribution à la croissance du PIB
** Milliards d'euros

Un PIB à +0,6% en 2014, fruit d'une consommation résiliente (mais sans envolée), d'une bonne nouvelle à l'export (mais limitée) et d'une contrainte budgétaire encore trop étouffante

Croissance et contributions (t/t, %)

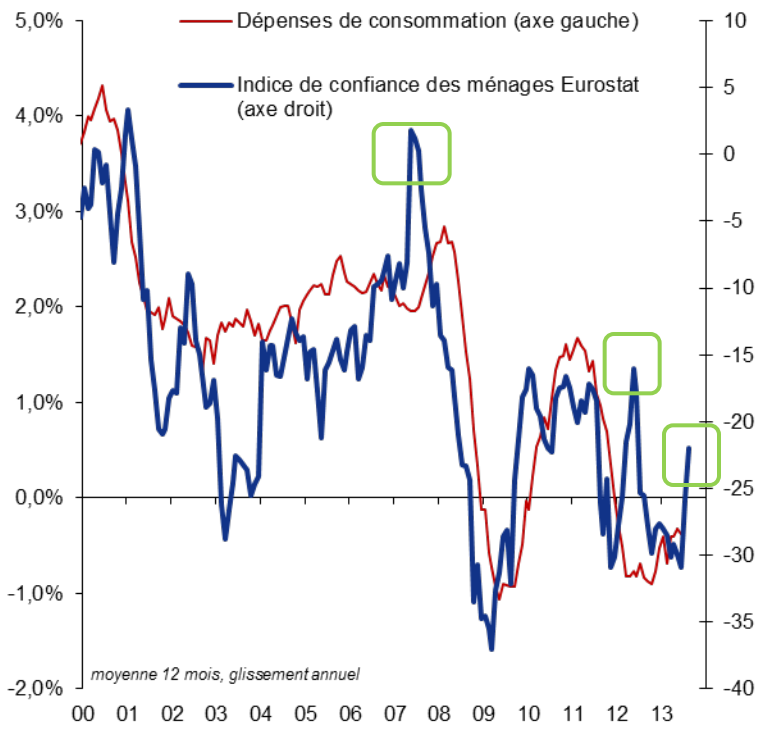


Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

La consommation privée toujours menacée (a)

Le rebond de la confiance est une condition nécessaire mais pas forcément suffisante (cf. les précédents de mi 2007 et mi 2012)

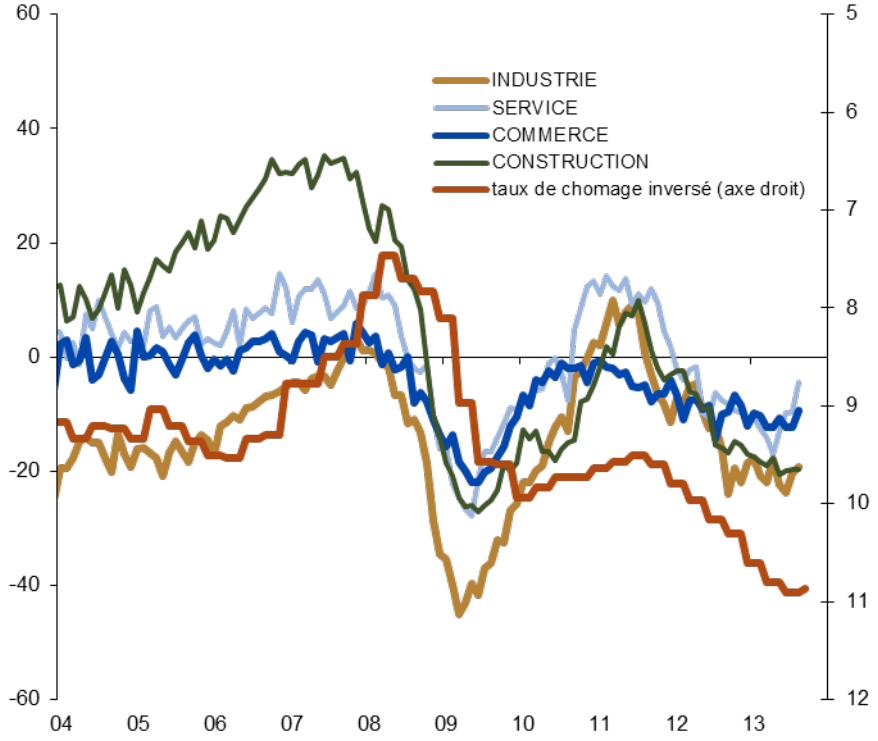
Consommation et confiance des ménages



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

La courbe du chômage toujours et encore au centre des préoccupations (avec les prélèvements fiscaux)

Perspectives d'embauches (enquêtes) et évolution du chômage (taux en %)



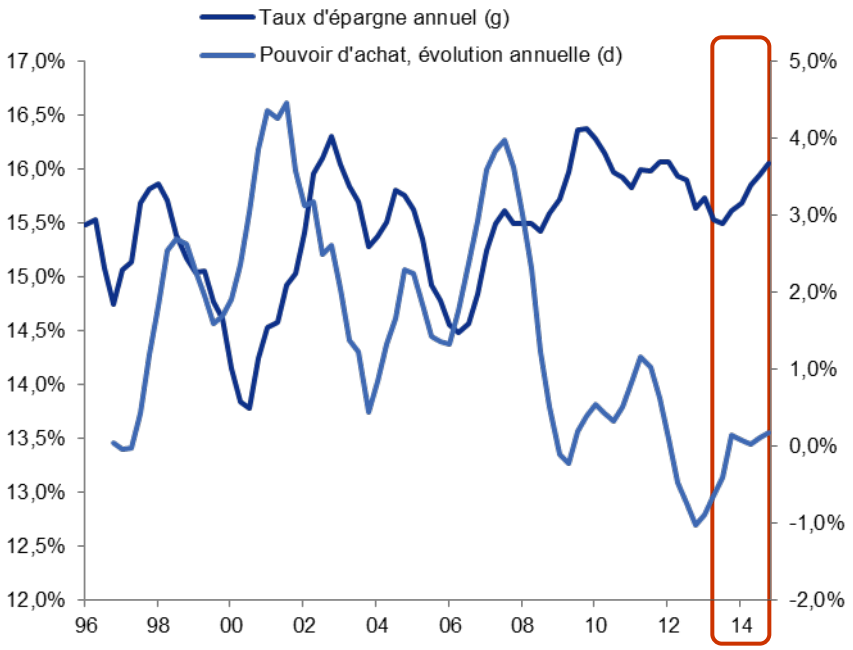
Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

La consommation privée toujours menacée (b)

Un pouvoir d'achat tout juste stabilisé, ponctionné par le choc de fiscalité en continu via la désindexation du barème de l'impôt et via la hausse de TVA (coût estimé à 0,2 pt de consommation sur 2014)

Epargne et pouvoir d'achat



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

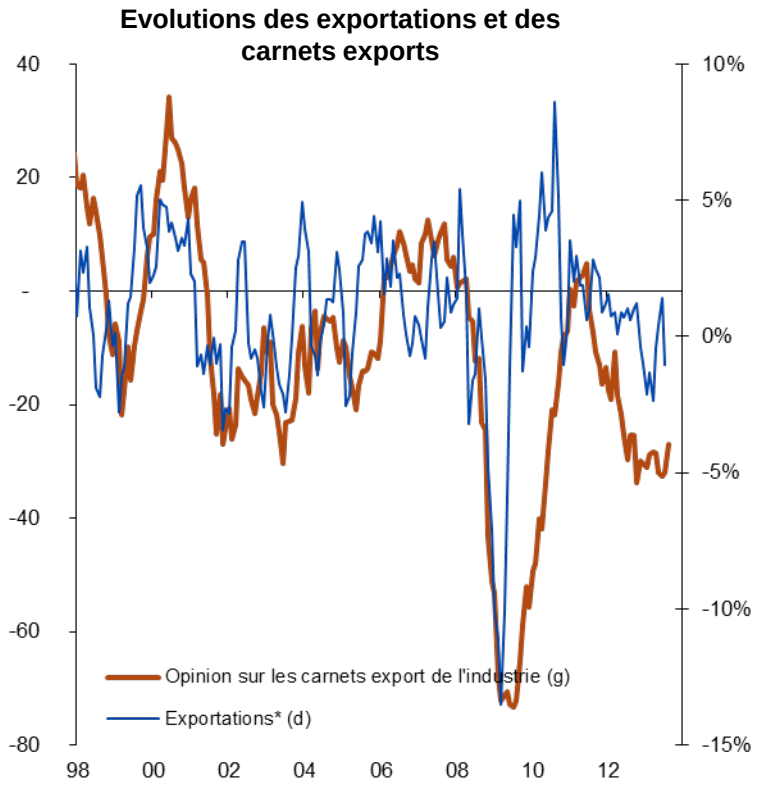
- Hausse de la TVA en janvier 2014:
  - Taux normal de TVA (majorité des biens et services) : 19,6% à 20%
  - Taux réduit de TVA (restauration, logements neuf, travaux) : 7% à 10%
  - Taux réduit de 5,5% (alimentation et produits de première nécessité) passera à 5%
- Un pouvoir d'achat stabilisé : +0,2% en 2014
- Un risque de remontée du taux d'épargne (16% en 2014 après 15,6% en 2013) avec le regain d'attractivité des actifs financiers en liaison avec la hausse attendue des taux

Au total :
+0,4% en 2014
(+0,3% en 2013)

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Du mieux (enfin) côté exportations, même si les freins et défis restent multiples ! (a)

La rechute des carnets, à un 2ème plus bas depuis 15 ans, semble enrayée



** Moyenne trois mois, glissement trimestriel en %*
Sources : IHS Global Insight, Eurostat, Euler Hermes

La baisse de dynamisme sur les marchés émergents serait compensée par une reprise plus solide des économies avancées

	Poids*	2012	2013	2014
Croissance du PIB mondial	**100**	**2.6**	**2.2**	**3.1**
Économies avancées	**62.0**	**1.4**	**1.1**	**2.1**
Économies émergentes	**38.0**	**4.5**	**4.1**	**4.7**
Amérique du Nord	24	**2.7**	**1.7**	**2.8**
États-Unis	22	2.8	1.6	2.9
Amérique Latine	8	**2.6**	**2.7**	**3.2**
Europe de l'Ouest	23	**-0.3**	**-0.1**	**1.1**
Royaume-Uni	3	0.2	1.1	1.6
Zone Euro	17	**-0.5**	**-0.5**	**0.9**
Allemagne	5	0.9	0.5	1.6
France	4	0.0	0.2	0.6
Italie	3.0	-2.4	-1.8	0.3
Espagne	2.0	-1.6	-1.5	0.4
Europe Centrale	6	**2.1**	**1.7**	**3.0**
Russie	3	3.4	2.0	3.5
Asie	29	**4.9**	**4.7**	**4.9**
Chine	11	7.7	7.4	7.6
Moyen-Orient	4	**3.6**	**2.4**	**3.7**
Afrique	2.0	**5.7**	**4.1**	**4.9**
Maroc	0	2.7	4.5	4.5

* Pondérations dans le PIB mondial aux prix de marchés 2012

Sources: IHS Global Insight, Chelem, Euler Hermes

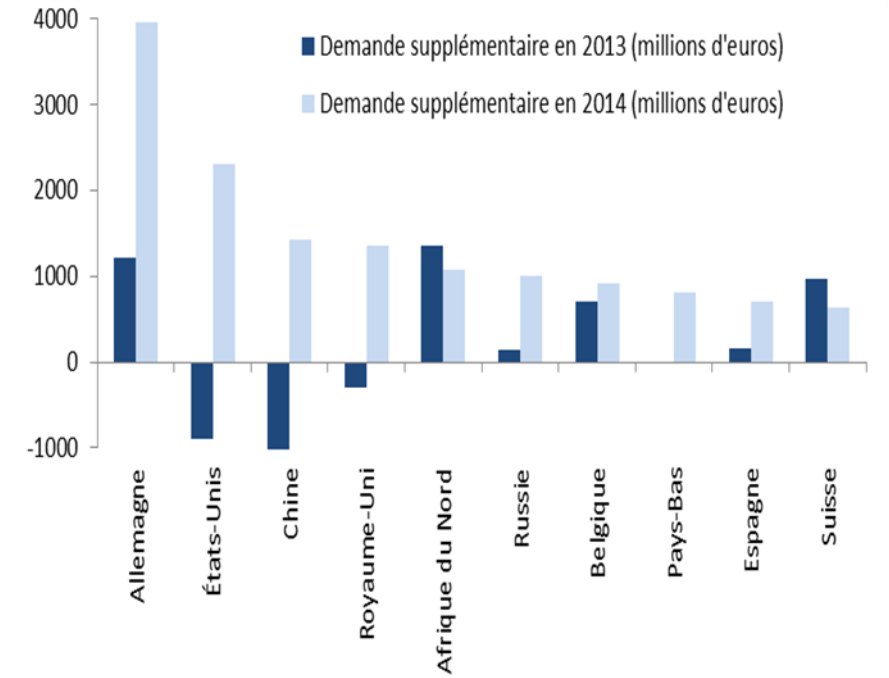
© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Du mieux (enfin) côté exportations, même si les freins et défis restent multiples ! (b)

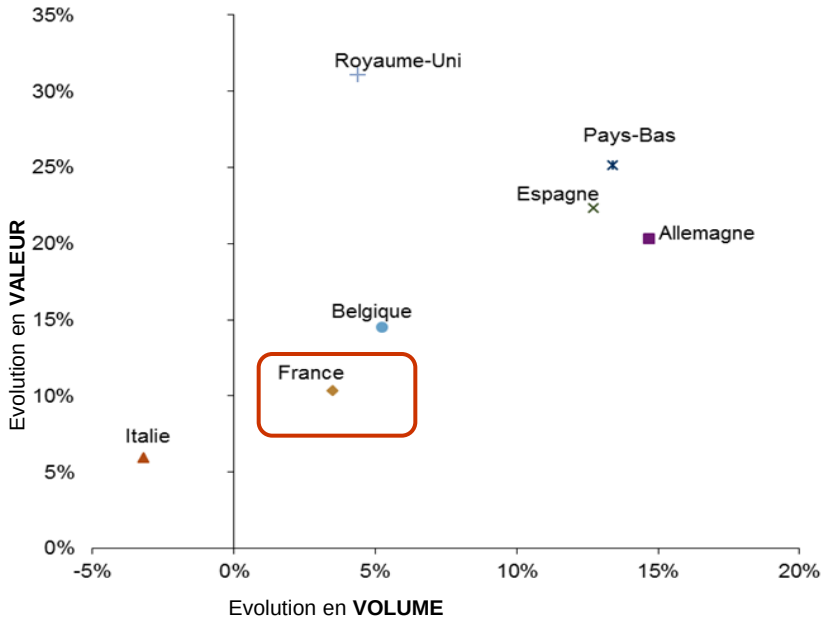
La demande mondiale adressée à la France augmenterait de **18 mds €** en 2014 (+3,9% par rapport à 2013), dont 8,3 mds € pour la zone euro (+4,5%)

La compétitivité prix profiterait d'un rebond du dollar (l'euro à moins de 1,30 $ en 2014) mais subsiste la question du « pricing » des exportations – avec une balance commerciale déficitaire (-67 Mds € en 2014)

Demande mondiale adressée à la France : gains attendus pour les dix premiers contributeurs



Evolution des exportations depuis 2007
(4T à fin juin comparé à 4T 2007, écart en %)



Au total : +1,9% en 2014 (+1,0% en 2013)

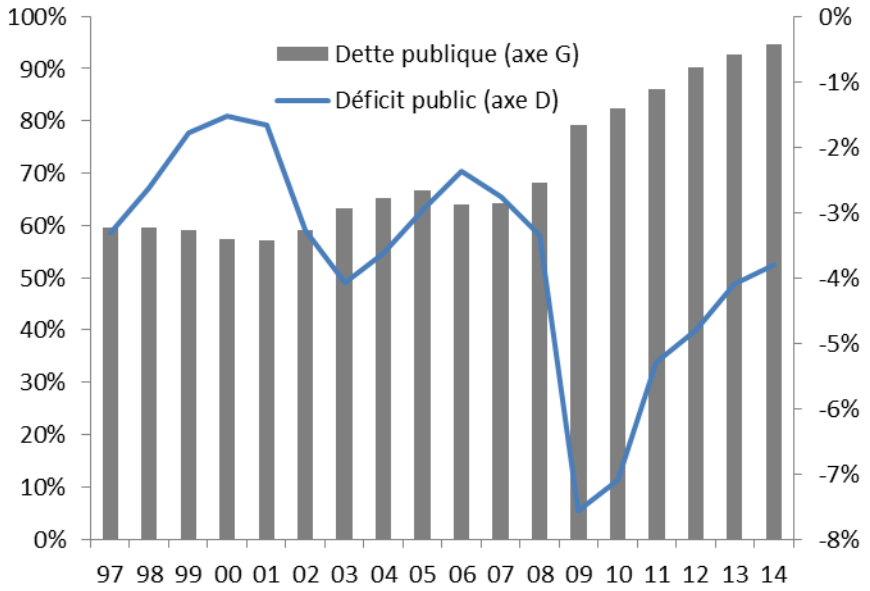
Sources: IHS Global Insight, Chelem, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Malgré un changement de dynamique, l'ajustement budgétaire reste pénalisant (pour la croissance) et l'objectif 2015 est loin d'être assuré

La trajectoire du déficit est bonne mais elle implique un ajustement de forte ampleur encore en 2015 (0,8 point de PIB soit 12 milliards) : l'objectif de 2015 ne sera atteint qu'avec des nouvelles mesures et/ou un fort retour sur investissement en croissance de la boîte à outils du gouvernement

Déficit et dette publique (% de PIB)



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

- Un vrai rééquilibrage : 80% de l'effort budgétaire sur les dépenses, soit 15 mds € (par rapport à l'évolution naturelle chiffrée à 7 mds €)
- Un taux de PO des entreprises stabilisé (à 14,5% hors 10 mds € de CICE) : un effort concentré sur les ménages
- Un risque : l'impact de la remontée attendue des taux sur la charge de la dette
- Principale variable d'ajustement disponible: l'ampleur du ROI de la boîte à outils Investissement (BPI, CICE, CIR et PIA de 12 milliards €)

Au total :
-3,8% en 2014
(-4,1% en 2013)

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Sommaire

1 2014 : transformer l'essai ?

2 **Investissement - mode d'emploi 1 : la version mécanique, vers une croissance léthargique**

Focus : défaillances d'entreprises

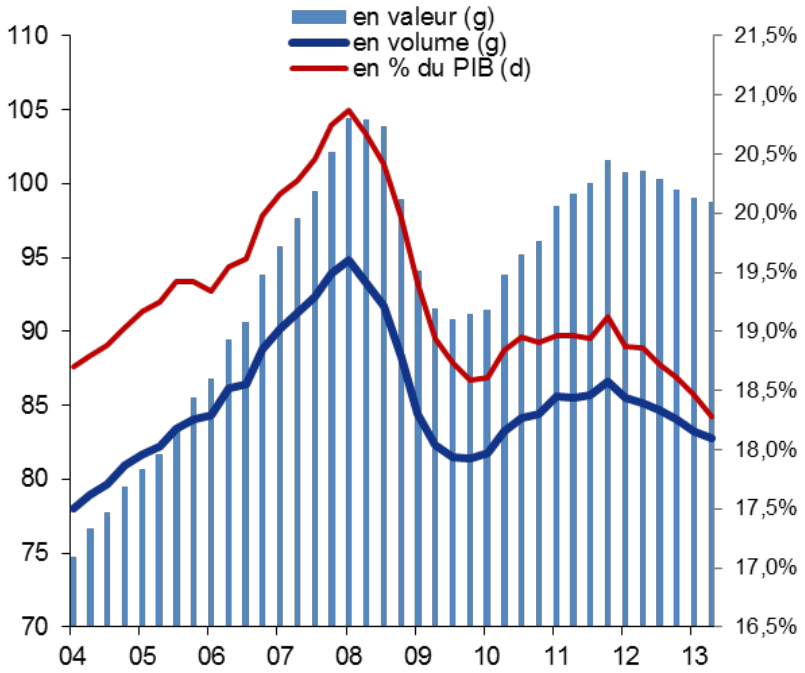
3 Investissement - mode d'emploi 2 : la fragile mise en œuvre d'un cercle vertueux

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

L'investissement aux abonnés absents au deuxième trimestre 2013 (encore)

Le recul de l'investissement se modère (à -0,5% t/t) mais il joue les prolongations après un maigre sursaut en 2011

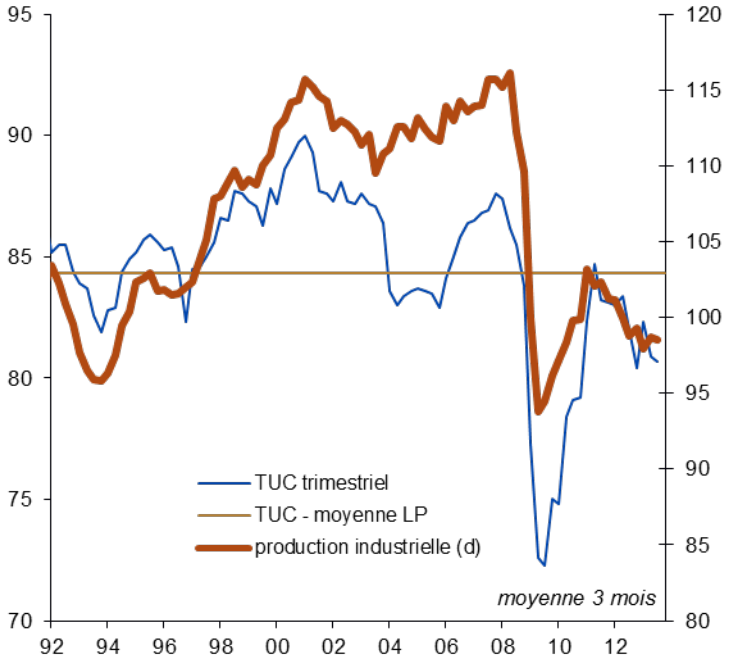
Evolution de l'investissement depuis T1-2004
(niveaux trimestriels en montant et taux en %)



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

Pas encore de véritable stabilisation de la production industrielle, ni de rebond des utilisations des capacités de production

Evolution de la production industrielle et des taux de capacité de production
(IPI base 100 en et TUC en %)



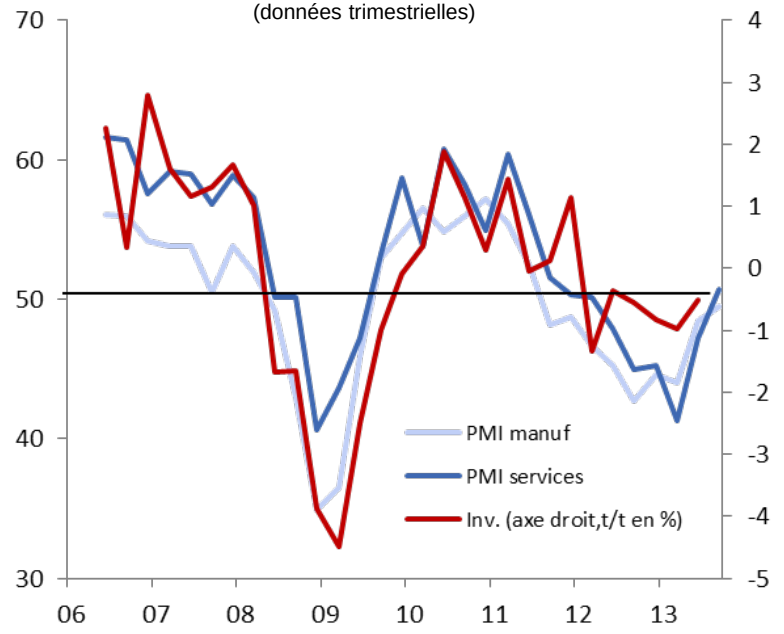
Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Quid de 2014 ? Déterminant 1 en faveur d'une reprise mécanique à minima : outre la demande, la confiance !

La remontée de la confiance est un signe favorable, puisqu'indispensable

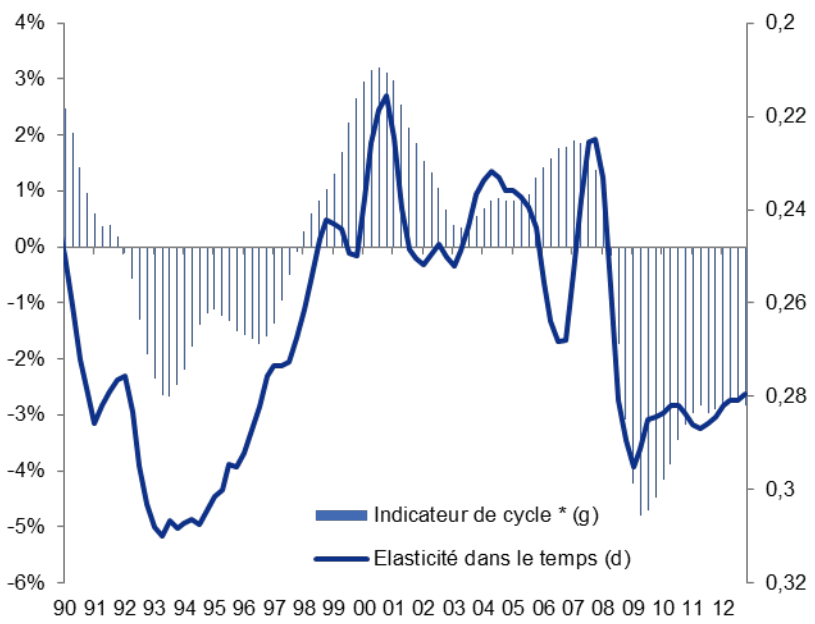
Investissements et indices PMI
(données trimestrielles)



Sources : IHS Global Insight, Markit, Euler Hermes

L'investissement est un pivot de la reprise économique : une accélération du PIB de 0,2 à 0,3 point en bas de cycle

PIB et investissement - élasticité



** Ecart au PIB potentiel*
Sources : IHS Global Insight, Markit, Euler Hermes

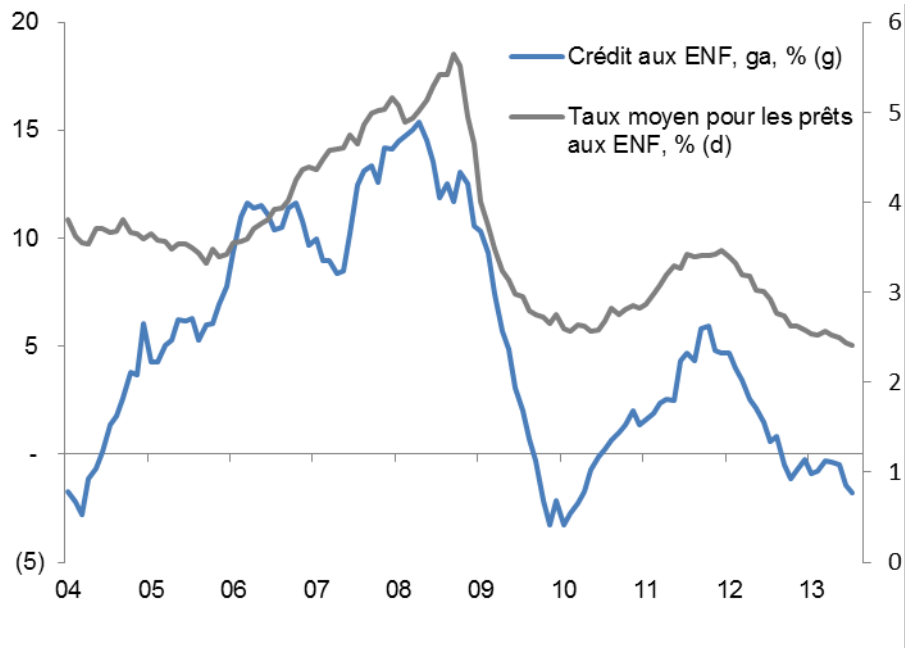
A surveiller : l'enquête INSEE sur l'investissement, dont la dernière mise à jour (août) indique que les chefs d'entreprise dans l'industrie manufacturière anticipent désormais une baisse de 6% de leurs investissements en 2013 par rapport à 2012 (anticipations revues à la baisse de 2 points).

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Quid de 2014 ? Déterminant 2 en faveur d'une reprise mécanique à minima : le financement !

Le crédit reste rare (effets offre et demande) alors qu'il est peu cher pour l'instant

Conditions de crédit aux entreprises



Taux moyen = moyenne des taux à plus et à moins d'un 1 an
Sources : IHS Global Insight, Euler Hermes

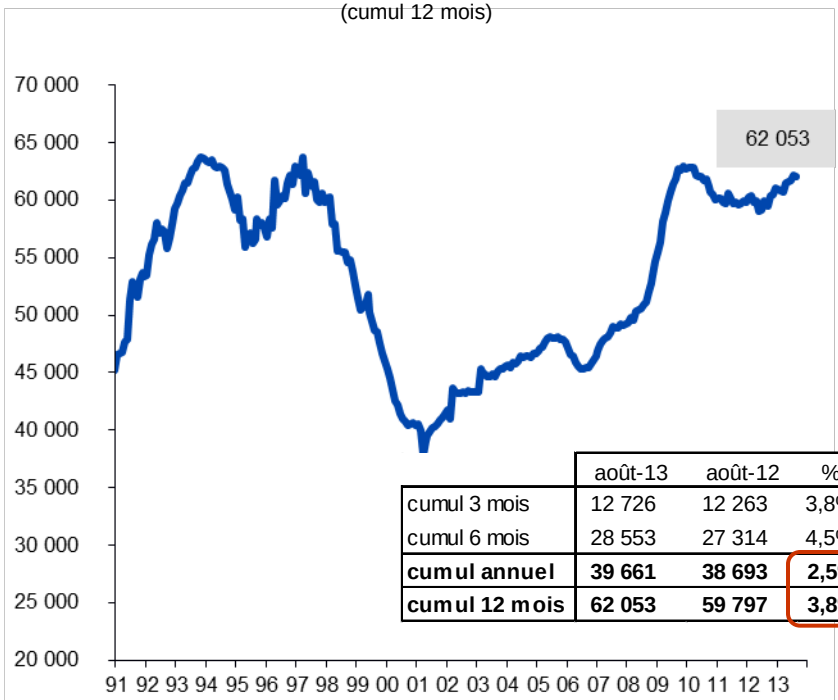
- La demande de crédit est déprimée et l'offre est sélective ; il en résulte un crédit en recul depuis 11 mois
- A 2,41% en juillet 2013, le taux moyen du crédit a atteint un niveau historiquement bas
- Des conditions de crédit moins attrayantes en 2014 avec la perspective de remontée des taux

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Quid de 2014 ? Déterminant 3 en faveur d'une reprise mécanique à minima : une petite inflexion des défaillances (-1%)

La hausse des défaillances observée sur le début d'année (+2,1% au S1) s'est plus que confirmée cet été (+4,4%)

Défaillances d'entreprises
(cumul 12 mois)

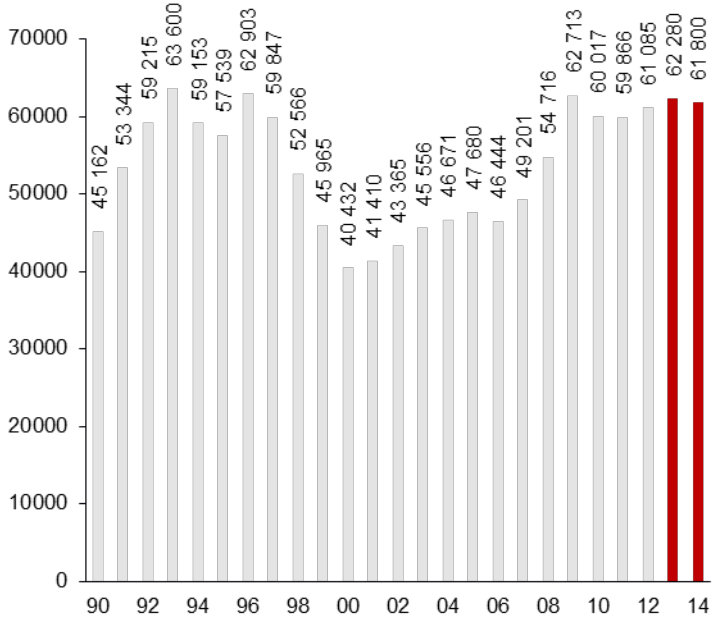


	août-13	août-12	%
cumul 3 mois	12 726	12 263	3,8%
cumul 6 mois	28 553	27 314	4,5%
cumul annuel	**39 661**	**38 693**	**2,5%**
cumul 12 mois	**62 053**	**59 797**	**3,8%**

Source : Euler Hermes, données en date de jugement, données provisoires en date de septembre 2013

Le scénario central reste celui d'une petite inflexion en 2014 (-1%) après un bilan de plus de 62 0000 défaillances en 2013 (+2%)

Défaillances annuelles
(en nombre)



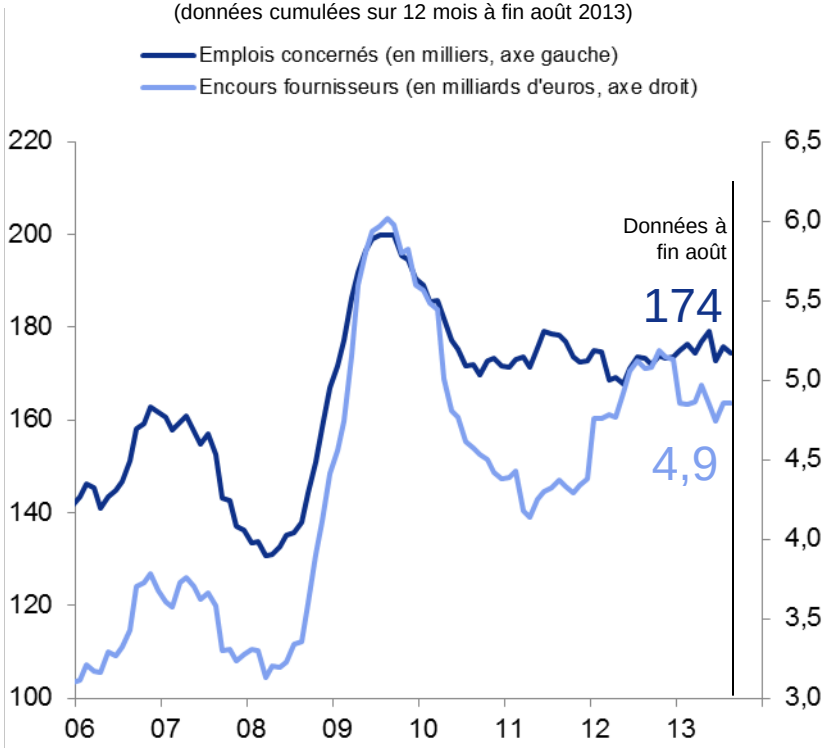
Source : Euler Hermes, données historiques en date de jugement, données provisoires en date de septembre 2013

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Cette petite inflexion n'est pas à négliger au regard du coût des défaillances via l'emploi et le passif fournisseurs

L'onde de choc en léger retrait sur 2014 : 165000 emplois et 4,7 mds € de passif fournisseurs (0,22 pt de PIB)

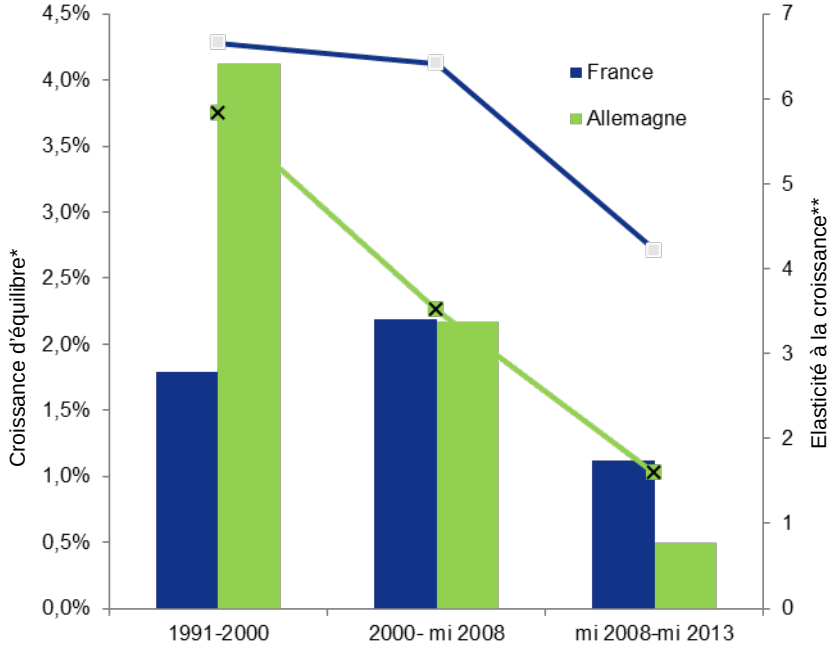
Impact des défaillances
(données cumulées sur 12 mois à fin août 2013)



Source : Euler Hermes, données en date de jugement, données provisoires en date de septembre 2013

La dépendance au cycle s'atténue (palier à 1% de croissance) mais sans comparaison avec l'Allemagne (0,5%)

Croissance d'équilibre et élasticité à la croissance



** Rythme de croissance économique qui stabilise l'évolution des défaillances*
*** Surplus de hausse (ou baisse) de variation des défaillances pour une perte (ou gain) de 1 point de croissance*

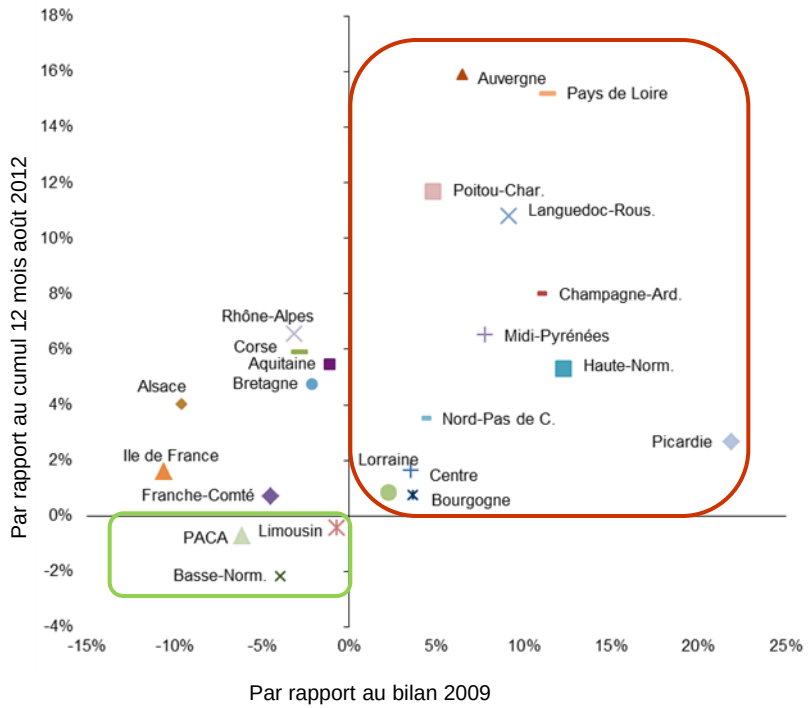
Sources : DeStatis, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Cette poussée des défaillances s'est très largement diffusée dans le tissu économique national

Seulement 3 régions font (un peu) exception, et 12 régions (sur 22) affichent un bilan à fin août supérieur à celui 2009, dernier record

Défaillances d'entreprises par région
(cumul 12 mois à fin août 2013, comparaisons en %)

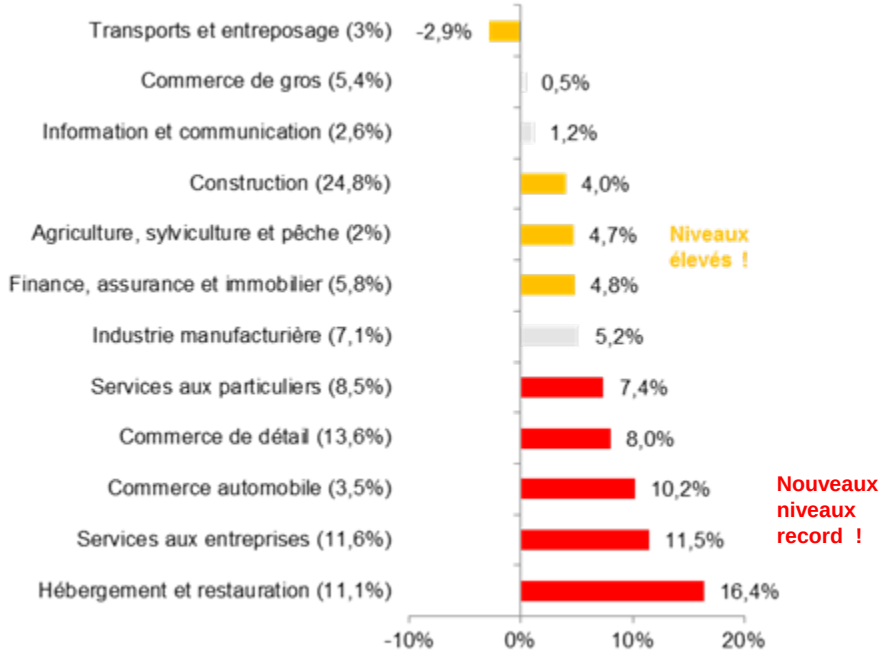


Par rapport au bilan 2009

Source : Euler Hermes, données en date de jugement, données provisoires en date de septembre 2013

Un seul grand secteur à contre-courant, avec des niveaux élevés pour presque tous les secteurs et historiques pour 5 d'entre-eux

Défaillances d'entreprises par secteur d'activité
(cumul 12 mois à fin août 2013, glissement annuel en %)



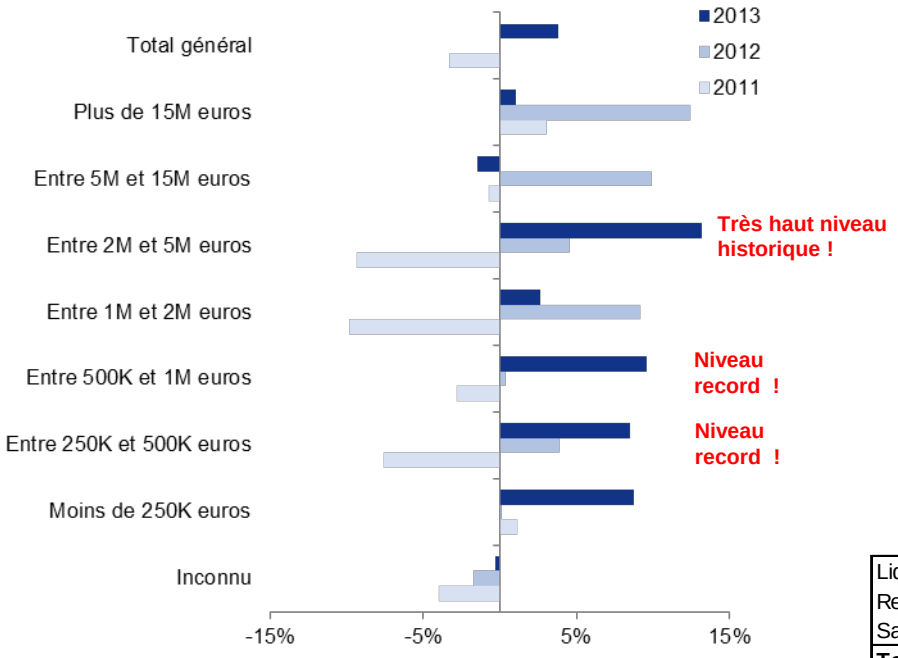
Lecture: Nom du secteur (part dans le total des défaillances)
Source : Euler Hermes, données en date de jugement, données provisoires en date de septembre 2013

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Toutes les tailles d'entreprises restent soumises à rude épreuve et à des négociations difficiles au tribunal (et avant)

Une modération (à un haut niveau) côté grandes entreprises et toujours un effet diffusion avec une accélération côté PME/TPE

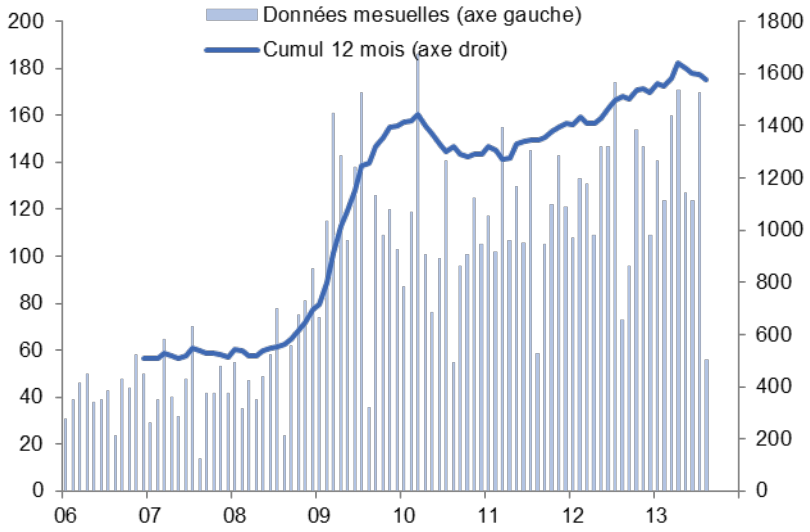
Défaillances d'entreprises par tranche de chiffre d'affaires
(cumul 12 mois à fin août, glissement annuel en %)



Source : Euler Hermes, données en date de jugement, données provisoires en date de septembre 2013

Recul des RJ, mais envolée des LJ et record de sauvegardes, malgré les procédures amiables et la Médiation

Procédures de sauvegarde
(en nombre)



	cumul 12 mois			cumul annuel
	en nombre	part du total	variation*	variation*
Liquidation judiciaire	42 460	68,4%	6,2%	4,6%
Redressement Judiciaire	18 006	29,0%	-1,6%	-2,4%
Sauvegarde	1 587	2,6%	4,9%	5,8%
Total	**62 053**	**100%**	**3,8%**	**2,5%**

Source : Euler Hermes, données en date de jugement, données provisoires en date de septembre 2013

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Sommaire

1 2014 : transformer l'essai ?

2 Investissement - mode d'emploi 1 : la version mécanique, vers une croissance léthargique

Focus : défaillances d'entreprises

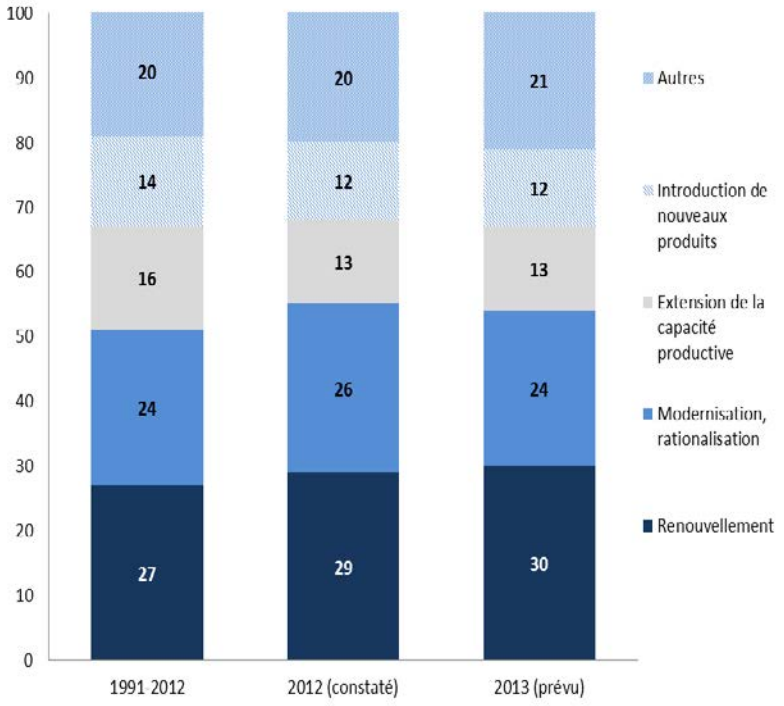
3 **Investissement - mode d'emploi 2 : la fragile mise en œuvre d'un cercle vertueux**

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Les investisseurs restent sur la défensive

Les investissements serviraient plus à entretenir l'appareil productif et moins à augmenter la capacité de production

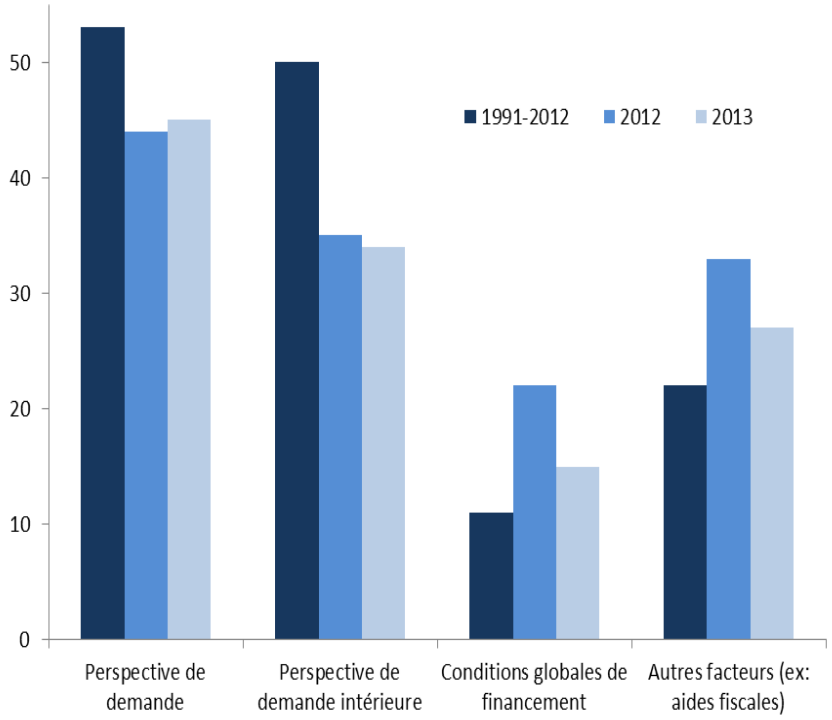
Répartition des motivations économiques des investissements (%)



NB: Enquête Investissement de l'INSEE, avril 2013
Source : INSEE, Euler Hermes

Les meilleures conditions de financement et les aides fiscales ne suffisent pas à compenser la dégradation de la demande

Facteurs influençant l'investissement
Solde d'opinion, en % des réponses



NB: Enquête Investissement de l'INSEE, janvier 2013
Source : INSEE, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Bonne nouvelle : une vraie boîte à outils (a)

Un vraie boîte à outils … malgré des incitations limitées (fiscalité, compétitivité) et des annonces parfois floues (révolution industrielle)

BPI	Banque Publique d'Investissement	• Capacité de 12 mds € d'ici 2017 • 1,3 mds € pour 2013 dont 300 Mn ont déjà été investis officiellement
CICE	Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi	• Crédit d'impôt de 13 mds € en 2013, 20 mds € en 2014
CIR	Crédit d'Impôt Recherche	• 4,15 mds € en 2008, 4,7 mds € en 2009, 5,1mds € en 2010
PIA	Programme Investissement Avenir	• PIA 1 (2010) : 35 mds € dont 22 pour l'enseignement supérieur et la recherche • PIA 2 (2013) : 12 mds € prendront le relais pour financer des projets jusqu'en 2025
CA	Réforme du Code des Assurances	• Autoriser le financement direct des entreprises par le bilan des assureurs (5% de leur encours, soit environ 90 mds €)

Sources: diverses, Euler Hermes

Au total : PIB +0,8% avec Investissement total passant de 0,2% à 0,6% et l'investissement des entreprises passant de 0,4% à 1% (ROI)

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Bonne nouvelle : une vraie boîte à outils (b)

Une opinion plutôt positive sur les annonces de la “Nouvelle France Industrielle”

Jugement des experts sectoriels EH sur les principales mesures (selon leur terme et leur pertinence)

Résultat attendu	Court terme	Moyen terme	Long terme
Fort	• Rénovation Thermique des bâtiments • Réseaux Électriques Intelligents • La voiture pour tous consommant moins de 2 litres aux 100 km • Dispositifs médicaux et nouveaux équipements de santé • Produits innovants pour une alimentation sûre, saine et durable • E-Education • Souveraineté Télécoms	• Bornes électriques de recharges • Autonomie et Puissance des batteries • Avion électrique et nouvelle génération d’aéronefs • Hôpital numérique • Usine du futur	• TGV du futur
Moyen	• Logiciels et systèmes embarqués • Satellites à Propulsion électrique • Biotechnologies médicales • Big data • Cloud computing • Objets Connectés • Supercalculateurs • Cybersécurité	• Énergies renouvelables • Industries du Bois • Chimie Verte et Biocarburants • Nanoélectronique • Services sans contact • Robotique	• Véhicules à Pilotage Automatique • Navires écologiques • Réalité augmentée
Faible			• Textiles techniques et intelligents

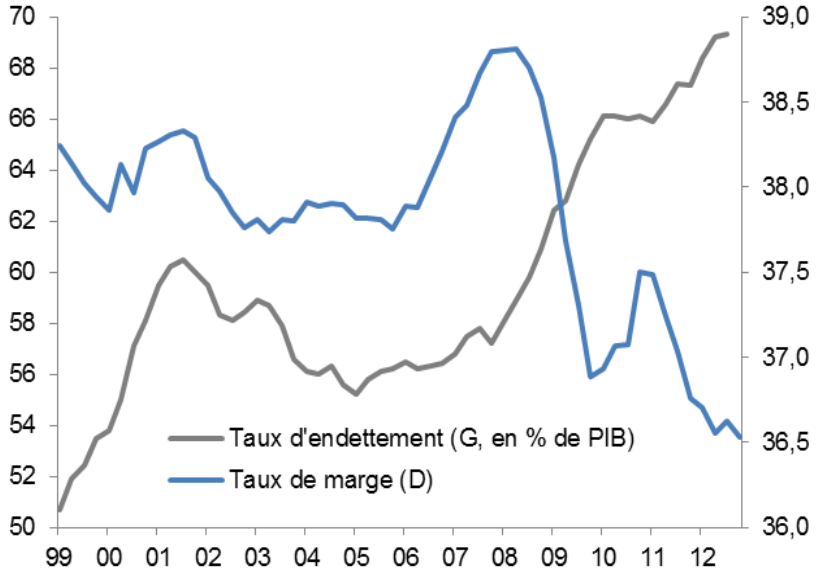
Calendrier de mise en œuvre

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Un scénario encore fragile

Des entreprises sous pression, avec un taux de marge au plus bas

Taux de marge et taux d'endettement des entreprises non financières, %



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

Le projet de taxation de l'EBE, ou comment limiter davantage les velléités d'investissement des grands groupes et des secteurs clefs

EBE des grands secteurs d'activité

SECTEURS	VA		EBE (*)		EBE/VA
Activités immobilières	237	13%	198	36%	84%
Commerce de gros et détail, transport, hébergement et restauration	329	18%	81	15%	24%
Industrie manufacturière, extractive et autre	228	13%	59	11%	26%
Administrations publiques, enseignement, santé humaine et action sociale	403	22%	56	10%	14%
Activités spécialisées, scientifiques et techniques et activités de services admini.	221	12%	48	9%	22%
Activités financières et d'assurance	86	5%	28	5%	32%
Information et communication	85	5%	26	5%	31%
Agriculture, sylviculture et pêche	34	2%	19	4%	57%
Construction	111	6%	18	3%	16%
Autres activités de services	61	3%	10	2%	17%
Total	1 794	100%	544	100%	30%

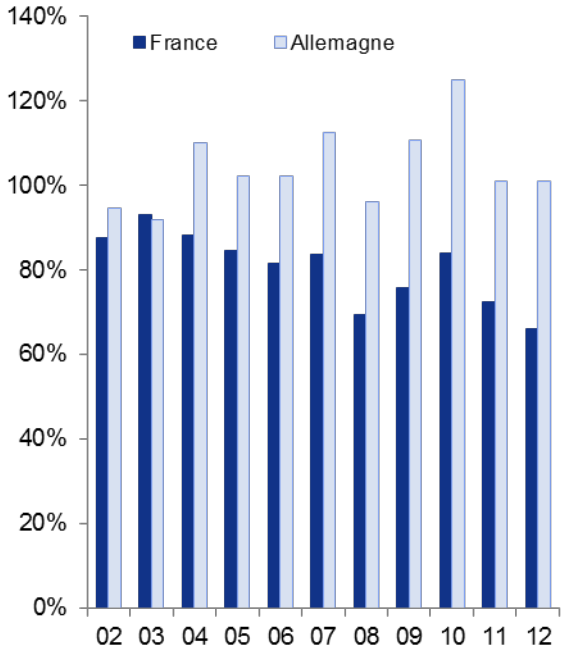
Sources: IHS Global Insight, INSEE Comptes Nationaux, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Une fenêtre de tir limitée, en particulier face à l'Allemagne : même combat à armes inégales ! (a)

Un taux d'autofinancement moins élevé (20 points)

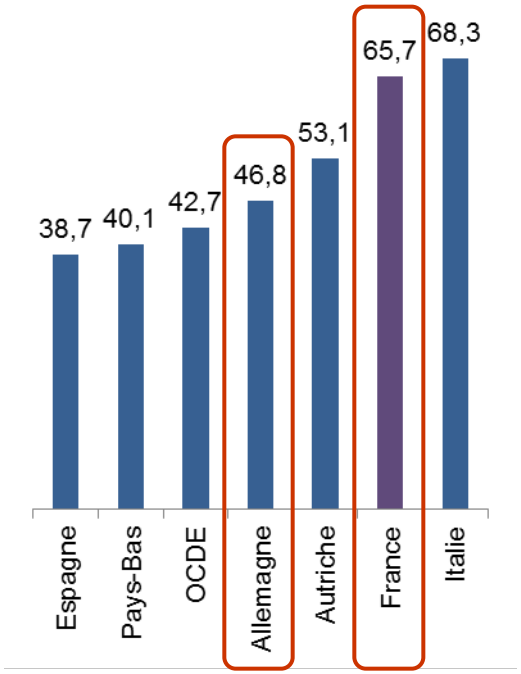
Epargne brute / investissement brut



Sources : Eurostat, Euler Hermes

Un environnement fiscal moins favorable (20 points)

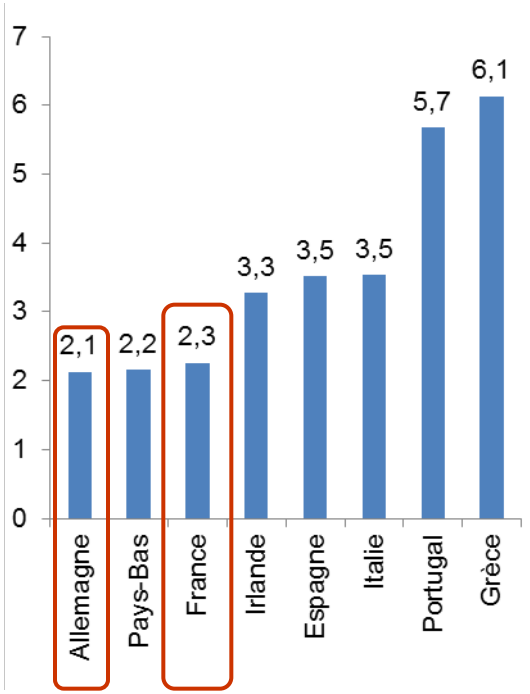
Taux d'imposition sur les entreprises
(% des bénéfices)



Sources : Banque Mondiale, Euler Hermes

Un crédit relativement plus cher

Coût moyen du crédit
(taux d'intérêt sur les nouveaux prêts aux ENF, T1 2013)



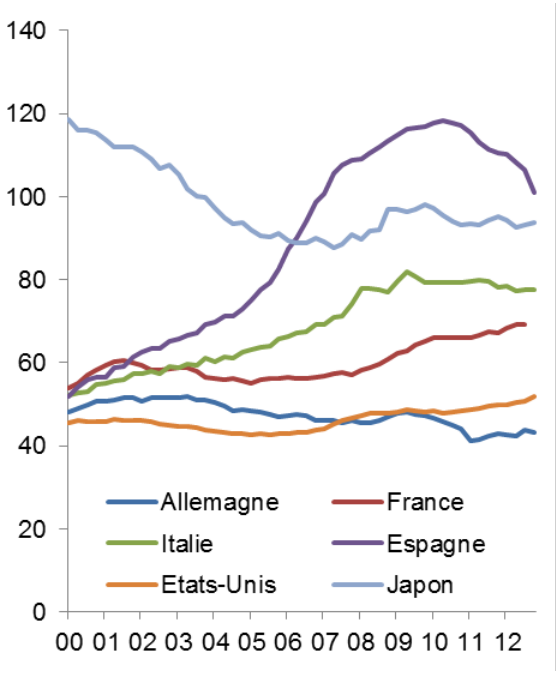
Sources : BCE, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Une fenêtre de tir limitée, en particulier face à l'Allemagne : même combat à armes inégales ! (b)

La dette des entreprises est moins élevée en Allemagne

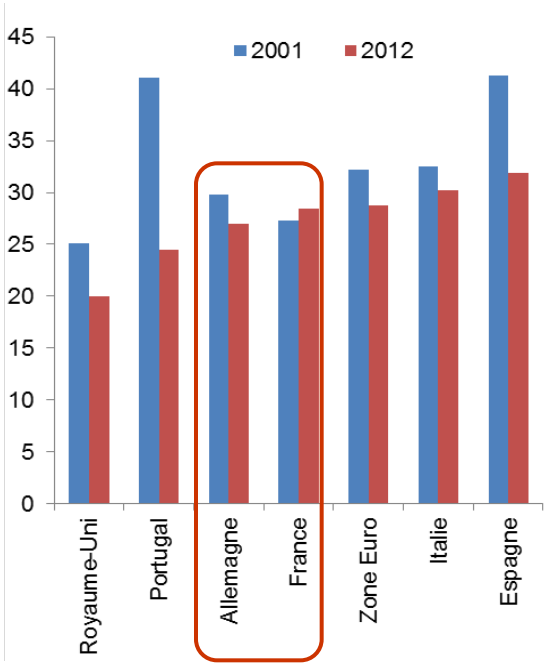
Dette des ENF, % de PIB



Sources : Banque de France, Euler Hermes

L'Allemagne doit elle aussi investir

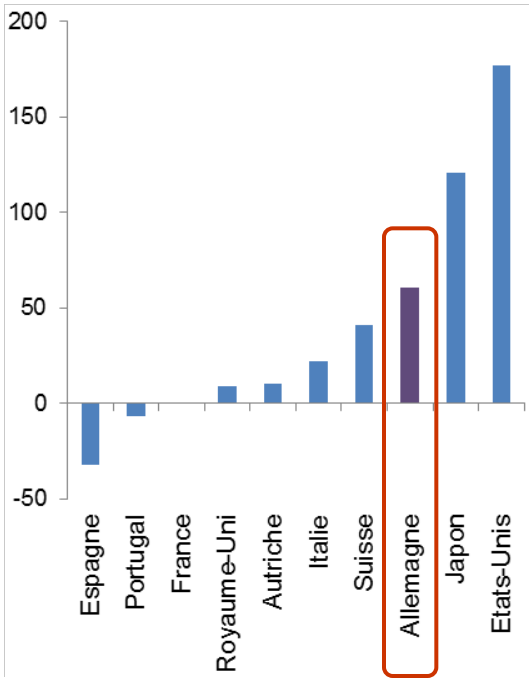
Taux d'investissement
(ENF et ménages, % de la valeur ajoutée)



Sources : Eurostat, Euler Hermes

Un net écart d'attractivité

IDE (Sortants – Entrants), USD Mds, 2012



Sources : OCDE, Euler Hermes

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

En résumé

La France en sous-régime avec une croissance de +0,6% en 2014 : l'atonie des investissements coûterait 0,2 point de croissance et le niveau record des défaillances d'entreprises 0,2 point

- Croissance du PIB en 2014 entre +0,6% et +0,8%, en fonction des évolutions de la composante investissement (entre +0,2% et +0,6%)
- Timide accélération de la consommation des ménages à +0,4% en rythme annuel
- Rebond mécanique des exportations avec un surplus de demande adressée de 18 milliards d'euros
- Léger repli des défaillances de -1% en 2014 mais pour un niveau toujours très élevé (61 800) et qui coûterait 0,22 point de croissance

© Copyright Euler Hermes – 01/10/2013

Merci de votre attention !

Département de la Recherche Economique
Euler Hermes Group
1 place des Saisons
92048 Paris La Défense Cedex
France

Téléphone +33 (0)1 84 11 50 50
research@eulerhermes.com
http://www.eulerhermes.com/economic-research

Contact Presse :

Lise De Maeseneire

Tél : +33 (0)1 84 11 44 29

lise.demaeseneire@eulerhermes.com

A company of Allianz

EULER HERMES
Our knowledge serving your success